

# 반도체 장비

우려와 현실 사이

2018. 01. 22

키움증권

스몰캡

Analyst 한동희

02) 3787-5292

donghee.han@kiwoom.com

반도체

Analyst 박유악

02) 3787-5063

yuak.pak@kiwoom.com



# 우려와 현실 사이

- ◎ IFRS15 적용에 따른 매출인식 기준의 변화 영향 점검
- ◎ 원화강세에 따른 Earnings momentum 둔화 우려 점검
- ◎ 반도체 투자사이클의 지속여부 점검
- ◎ 국내 반도체 업체들의 전공정 장비투자 시작 예상 시점
- ◎ 반도체 전공정 장비주들의 조정 후 반등
- ◎ 국내 외 주요 반도체 전공정 업체들의 Valuation
- ◎ 4Q17 실적 전망 및 컨센서스 상회 예상 기업 점검
- ◎ 2018년 실적 점검 및 컨센서스, 이슈 정리
- ◎ 반도체 전공정 장비주 4Q17 Preview

원익IPS, 테스, 유진테크, 피에스케이, 싸이맥스





# Summary

## >>> 시장의 우려 (IFRS15, 원화강세, 4Q17 실적 부진 등)와 현실의 차이

- IFRS15 영향: 제한적. 반도체 장비 리드타임 2~3개월, 순수제작 기간은 1~2개월 수준으로 짧고, 이미 인도기준 적용 업체들 존재
- 원화강세 영향: 제한적. 국내 반도체 업체들의 Fab 중 달러 매출은 SK하이닉스 우시 Fab (2019년 예상)정도
- 4Q17 예상 실적 컨센서스 상회예상: 원익IPS, 유진테크, 싸이맥스, 하회예상 : 테스, 피에스케이
- 다만 단기 실적보다는 평택 2층, M14 2층 잔여 등 투자사이클 도래했다는 점에 주목

## >>> 반도체 투자사이클 지속에 따른 2018년 장비수주 모멘텀 지속 예상

- 반도체 신규 Fab향 투자사이클 지속 예상
- 2018년: 삼성전자 평택 2층, SK하이닉스 M14 2층 잔여, 청주 신규 Fab 투자 예상
- 2019년: 삼성전자 시안 2차, S3, SK하이닉스 우시 2차 예상
- 2018년은 DRAM 투자 증가 예상. 11라인 CIS 전환에 따른 총당과 Migration에 따른 Capa loss, 공정 난이도 급증 감안하면 신규투자에 따른 DRAM 시장 수급훼손 가능성 낮음

## >>>반도체 장비주들의 주가 조정은 좋은 매수기회

- 2017년 호실적에 따른 성과급 증가는 불가피. 선반영 해 온 업체들도 있지만 그렇지 않은 업체들도 있어 4Q17 일시적 부진 가능
- 다만 장비주 주가의 방향성을 결정짓는 것은 단기적 실적보다는 전방 투자사이클의 지속 여부와 그 규모에 달려있다고 판단
- 투자사이클 지속에도 불구하고 국내 반도체 전공정 업체들의 Valuation Discount 폭 확대되어 있는 상태
- 1Q18부터 증익 구간에 진입한다는 점, 2019년에도 투자사이클 지속 전망 고려한다면, 단기적 실적 부진 가능성에 따른 주가 조정은 좋은 매수기회가 될 것이라 판단

## ① IFRS15 적용에 따른 매출인식 기준 변화의 영향 점검

## ◎ 반도체 장비주에 대한 IFRS15 적용에 따른 매출인식 기준 변화의 영향 제한적

- 2018년 IFRS15 적용으로 반도체 장비업체들의 매출인식 기준이 인도기준으로 변화될 가능성이 높음
- 이에 따라 반도체 장비업체들에 대한 실적 불확실성 우려 존재
- 진행률 매출인식을 적용해왔던 일부 업체들의 분기별 실적 변동성 확대와 4Q 실적 감소에 따른 연간실적 둔화의 논리
- 하지만 반도체 전공정 장비업체들의 Lead-time은 2~3개월 수준이며, 순수 제작기간은 1~2개월 수준에 불과  
⇒ 진행률 적용업체 (테스, 유진테크, 싸이맥스)는 미미한 영향, 인도기준 업체 (원익IPS, 피에스케이)는 영향 없음

\* 다만 4Q17 실적은 개별 장비의 진행률 수준에 따라 1Q18 매출인식 분으로의 이월 가능성 존재

## ◎ 반도체 장비주의 주가 방향성을 결정짓는 것은 분기 실적보다는 투자사이클의 지속여부와 그 규모

- IFRS15 적용에 따른 실적 상의 미미한 영향은 가능. 다만 재공품 등의 재고자산으로 투자사이클 지속 여부 확인 가능
- 분기별 실적보다는 투자사이클의 지속여부와 그 규모가 장비주의 주가 방향성을 결정짓는다는 점에서 IFRS15 영향 제한적

반도체 장비주, IFRS15 적용에 따른 매출인식 기준 변경 영향 미미

	Lead-time	기존 매출인식 방법	IFRS15 영향
테스	2~3개월	진행률	미미
원익IPS	2~3개월	인도	미미
유진테크	2~3개월	진행률	미미
피에스케이	1.5~2개월	인도 후 셋업	없음
싸이맥스	1~1.5개월	진행률	없음

자료: 키움증권 추정



## ② 원화강세에 따른 실적 둔화우려 점검

## ◎ 원화강세에 따른 매출액 및 수익성 훼손 영향 없음

- 원화강세에 따른 반도체 장비주들의 실적 악화 우려 존재
- 반도체 호황에 따른 코스닥 상위주에 반도체 전공정 장비주 포진해 있어 수출 위주의 구조라는 잘못된 인식
- 또한 삼성전자 시안 Fab, SK하이닉스 우시 Fab 등 해외 Fab향 매출에 따른 악영향에 대한 우려
- 하지만 2018년 국내 반도체 전공정 장비업체 실적에 기여하는 Fab은 평택 2층, M14 2층, 청주 등 대부분 국내 Fab
- 또한 삼성전자 시안 Fab의 경우 원화결제가 대부분. 달러 결제는 2019년으로 예상되는 SK하이닉스 우시 2차 Fab 정도

## ◎ 원화강세는 장비업체 수익성에 일부 긍정적 영향

- 국내 반도체 전공정 장비업체들의 원재료 원화결제 비중은 20~30% 수준이며, 매출은 미미
- 따라서 원화강세가 매출액에 미치는 영향은 제한적인 가운데, 수익성 측면에서는 일부 긍정적 영향 가능

원화강세 영향 제한적

업체	국내/외	적용환종	향후 투자 예상 Fab
삼성전자	국내	원화	평택 2층, 화성 미니팹, 평택 2기
	해외	원화 or 달러	시안 2차
SK하이닉스	국내	원화	M14 2층, 청주
	해외	달러	우시 2차

자료: 키움증권 추정

### ③ 반도체 투자사이클의 지속여부 점검

#### ◎ 꺾이지 않은 반도체 투자사이클

- 삼성전자 평택 2층 3D NAND 투자스케줄 조정에 따른 투자사이클의 둔화 우려 존재
- 이는 시장 수요 대응을 위한 DRAM 투자 우선순위가 높아진 영향으로 투자의 순서가 변경된 것일 뿐
- 오히려 3D NAND 투자의 속도조절은 반도체 시장의 수요-공급을 해치지 않는 선에서의 건전한 투자 기조 지속의 의미

#### ◎ 2018년 국내 반도체 투자 비중 예상: DRAM > 3D NAND

- 3D NAND 위주의 투자가 진행된 2017년과 달리 2018년 국내 반도체 투자는 전년대비 DRAM 비중 증가 예상
  - DRAM 투자 증가에 따라 2017년 반도체 호황을 이끈 가격 상승 논리의 훼손을 우려
  - 하지만 삼성전자의 경우 11라인 DRAM의 CIS 전환에 따른 Capa. 감소분의 충당 필요하며,
  - 1y, 1xnm 공정 난이도 급증, 낮은 Migration 효율에 따른 Capa.감소, 낮은 초기수율은 모든 DRAM 업체들이 직면한 문제
  - 또한 AI (인공지능) 등의 미래 수요에서는 기존 CPU 중심의 컴퓨팅에서 메모리 중심의 컴퓨팅으로 전환될 가능성 높음
  - 메모리 중심의 컴퓨팅은 서버 당 탑재 DRAM 용량의 큰 증가를 수반시키며, 최신 공정의 DRAM 수요 증가 요인
- => DRAM 신규투자 -> DRAM Capa. 증가에 따른 가격 급락-> Supply chain의 Multiple de-rating 가능성 제한적

#### ◎ 2019년에도 신규 Fab 투자사이클 지속 예상

- 2018년 국내 반도체 투자 사이클을 이끌 Fab은 삼성전자 평택 2층, SK하이닉스 M14 2층 잔여, 청주 신규 Fab
  - 2019년 역시 삼성전자 시안 2차, S3라인, SK하이닉스 우시 2차 Fab 투자 진행 예상
- => 반도체 투자사이클은 2019년에도 지속될 가능성 높음

## ④ 국내 반도체 업체들의 전공정 장비투자 시작 예상 시점

국내 반도체 업체들의 전공정 장비투자 시작 예상 시점

업체명	Fab	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2019F
삼성전자	평택 2층 서편	시작					
	평택 2층 동편		시작				
	시안 2차						시작
	S3						시작
SK하이닉스	청주 신규라인					시작	
	M14 잔여		시작				
	우시 2차						시작

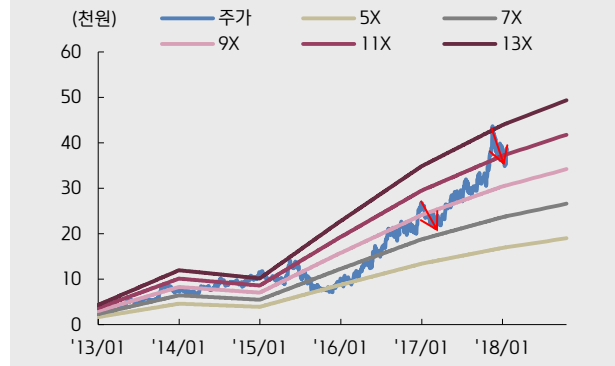
자료: 키움증권 추정



## ⑤ 조정 이후 반등하는 반도체 전공정 장비주들

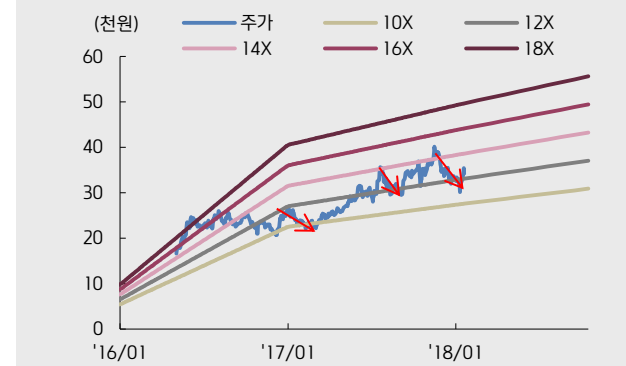
- ◎ 평택 투자가 본격화 된 2016년 말 이후 조정구간의 고점대비 저점 Gap은 PER 2.0X~2.5X 수준
- 반도체 장비주들의 주가 상승 사이클은 2016년부터 진행. 3D NAND 빅사이클의 초입
  - 이후 반도체 장비주들은 2016년 하반기부터 평택 1층 향 3D NAND 수주 시작
  - 2017년까지 이어진 평택 1층 3D NAND 투자사이클 내 반도체 장비주들의 주가 조정 폭은 고점대비 PER 2.0~2.5X 수준
  - 반도체 투자사이클이 지속되는 상황에서 이를 상회하는 하락은 발생된 적 없었음
  - 최근 반도체 장비주들의 주가 역시 유사한 폭의 조정 후 반등

테스 12M Fwd PER Band Chart



자료: FnGuide, 키움증권 추정

원익IPS 12M Fwd PER Band Chart



자료: FnGuide, 키움증권 추정



## ⑥ 국내 외 주요 반도체 전공정 업체들의 Valuation

투자사이클 지속 전망에도 해외 반도체 전공정 업체들 대비 국내 업체들의 PER Discount 폭 확대 중

	2014	2015	2016	2017C	2018C
TES	9.4	12.7	10.0	14.2	11.2
Wonik IPS				14.8	11.7
Eugene Tech	25.4	15.7	11.7	16.5	11.5
Applied Materials	22.3	16.1	18.0	17.4	14.2
Lam research	19.5	19.8	15.8	16.8	14.2
Tokyo electron	20.9	15.9	17.3	18.7	16.2
Avg. (Domestic)	17.4	14.2	10.9	15.4	11.4
Avg. (Oversea)	20.9	17.3	17.0	17.2	15.7
Discount (%)	-17%	-18%	-36%	-13%	-24%

자료: Bloomberg, 키움증권 추정

## ⑦ 4Q17 실적 전망 및 컨센서스 상회 예상 기업 점검

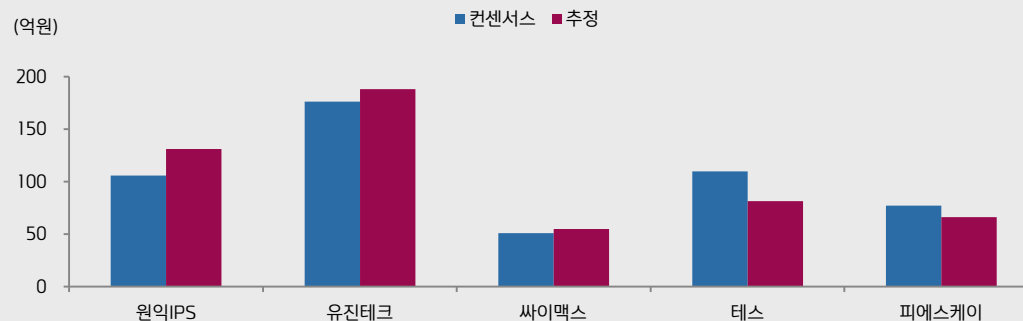
## ◎ 예년과 달리 반도체 장비주들의 4Q17 실적은 컨센서스 상회 또는 부합할 것

- 통상 반도체 장비주들의 성과급은 4Q에 일시 집행되어 컨센서스의 하회를 반복해 왔음
- 또한 2017년 3D NAND 반도체 투자 급증에 따른 이익 증가 커 성과급 증가에 대한 우려 제기
- 다만 2017년은 증익 구간에 일부 업체들은 분기별 선 반영시켜 컨센서스를 상회하는 업체들 주목 받을 것으로 기대
- 컨센서스를 하회하는 업체들 역시 투자사이클 호황에 따른 불가피한 결과물. 단기 실적보다는 사이클 지속에 주목

## ◎ 컨센서스 (1m) 상회 (원익IPS, 유진테크, 싸이맥스), 하회 (테스, 피에스케이)

- 영업이익 기준 컨센서스 상회 예상: 원익IPS (+24%), 유진테크 (+7%), 싸이맥스 (+8%)
- 영업이익 기준 컨센서스 하회 예상: 테스 (-26% YoY), 피에스케이 (-14%)

4Q17 반도체 전공정 장비업체 영업이익 예상치 및 시장컨센서스



자료: 키움증권 추정

## ⑧ 2018년 실적 점검 및 컨센서스, 이슈 정리

국내 반도체 전공정 장비 업체들의 4Q17, 1Q18 영업이익의 예상치

	4Q17E OP	Consensus (1m)	Diff.	1Q18E	QoQ %
테스	81	110	-26%	252	210%
원익IPS	131	106	24%	462	252%
유진테크	188	176	7%	144	-23%
피에스케이	66	77	-14%	214	224%
싸이맥스	55	51	8%	78	42%

자료: FnGuide, 키움증권 추정

국내 반도체 전공정 업체들의 2018년 예상 영업이익의 성장률, 장비 적용처

	리드타임	매출인식 방법	IFRS15 영향	18E OP 성장률	18E PER	DRAM	NAND	Logic	Pkg.
테스	2~3개월	진행률	미미	28%	11.2	0	0		0
원익IPS	2~3개월	인도	미미	27%	11.7	0	0	0	
유진테크	2~3개월	진행률	미미	71%	11.5	0	0		
피에스케이	1.5~2개월	인도 후 셋업	없음	44%	8.7	0	0	0	0
싸이맥스	1~1.5개월	진행률	없음	27%	7.6	0	0		0

자료: 키움증권 추정



# 4Q17 Preview

원익IPS  
(240810)

BUY(Maintain)/목표주가 45,000원  
4Q17 시장컨센서스 상회 예상

테스  
(095610)

BUY(Maintain)/목표주가 45,000원  
나무보다는 숲을 보자

유진테크  
(084370)

BUY(Maintain)/목표주가 29,000원  
DRAM 투자사이클의 최대수혜주

피에스케이  
(031980)

BUY(Maintain)/목표주가 36,000원  
2018년 재평가를 촉구하며

싸이맥스  
(160980)

BUY(Maintain)/목표주가 21,000원  
이송장비 없이 웨이퍼는 움직이지 못해



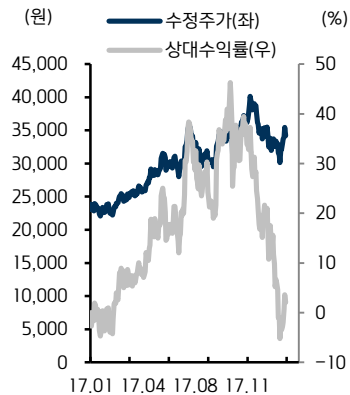
## 원익IPS (240810): 4Q17 시장컨센서스 상회 예상

BUY (Maintain)

Analyst 한동희

주가(1/19):34,200원/TP: 45,000원

KOSDAQ(1/19)	879.99pt
시가총액	14,116억원
52주 주가동향	최고가 최저가
	40,150원 22,100원
최고/최저가 대비 등락율	-14.82% 54.75%
상대수익률	절대 상대
1M	1.9% -11.2%
6M	-2.3% -25.4%
12M	43.4% 2.0%
발행주식수	41,273천주
일평균거래량(3M)	305천주
외국인 지분율	28.75%
배당수익률(17.E)	0.60%
BPS(17.E)	7,548원



## ◎ 4Q17 영업이익 131억원 (+14% YoY)으로 시장컨센서스 상회 예상

- 4Q17 매출액 924억원 (-4% YoY), 영업이익 131억원 (+14% YoY)으로 시장컨센서스 상회 예상
- 평택 1층 투자 잔여 분 반영과 2층 향 투자시작 반영
- 3Q17 대비 매출액 큰 폭의 감소에도 견조한 이익률 유지되는 이유는 L7-1라인 OLED 전환투자 분은 3Q17에 대부분 반영된 것으로 예상되어 4Q17은 반도체 장비 중심의 믹스 개선이 예상되기 때문
- 또한 2017년 성과급 역시 선반영 해오고 있는 것으로 파악됨

## ◎ 2018년 영업이익 1,558억원 (+27% YoY) 예상

- 2018년 매출액 7,627억원 (+20% YoY), 영업이익 1,558억원 (+27% YoY) 예상
- 평택 2층 DRAM, 3D NAND 투자사이클 진입 및 신규고객사향 매출 증가로 사상최대 실적 달성 무난
- 2018년 상고하저의 예상실적은 시안2차 및 S3 등 예상 신규 팹의 투자 속도에 따라 변동 가능
- 신규고객사 향 매출 증가와 향후 Logic 투자 기대감은 Multiple Re-rating을 가능케 할 요소
- 현 주가는 2018E PER 11.7X 수준. 투자의견 BUY, 목표주가 45,000원 유지

투자지표, IFRS연결	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	2,441	6,333	7,627	9,000
보고영업이익(억원)	287	1,225	1,558	1,838
핵심영업이익(억원)	287	1,225	1,558	1,838
EBITDA(억원)	399	1,394	1,730	2,017
세전이익(억원)	279	1,228	1,553	1,831
순이익(억원)	225	930	1,180	1,373
지분법반영순이익(억원)	225	930	1,180	1,373
EPS(원)	546	2,252	2,859	3,327
증감율(%YoY)	N/A	312.8	26.9	16.4
PER(배)	48.0	14.8	11.7	10.0
PBR(배)	4.9	4.4	3.2	2.4
EV/EBITDA(배)	26.4	9.0	6.5	4.9
보고영업이익률(%)	11.8	19.3	20.4	20.4
핵심영업이익률(%)	11.8	19.3	20.4	20.4
ROE(%)	20.6	35.0	31.8	27.6
순부채비율(%)	-12.3	-40.1	-58.1	-67.3



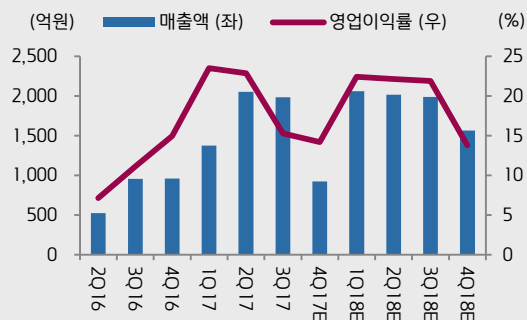
## 실적 추이 및 전망

분기 및 연간 실적 추이 및 전망

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	1,375	2,053	1,982	924	2,061	2,017	1,986	1,563	2,441	6,333	7,627
증감율 (% YoY)	n/a	291%	107%	-4%	50%	-2%	0%	69%	n/a	159%	20%
증감율 (% QoQ)	43%	49%	-3%	-53%	123%	-2%	-2%	-21%			
영업이익	323	469	302	131	462	446	435	215	287	1,225	1,558
증감율 (% YoY)	n/a	1153%	184%	-8%	43%	-5%	44%	64%	n/a	327%	27%
증감율 (% QoQ)	125%	45%	-35%	-57%	252%	-3%	-3%	-51%			
지배순이익	249	367	217	97	349	337	330	163	225	929	1,180
영업이익률 (%)	23%	23%	15%	14%	22%	22%	22%	14%	12%	19%	20%
지배순이익률 (%)	18%	18%	11%	10%	17%	17%	17%	10%	9%	15%	15%

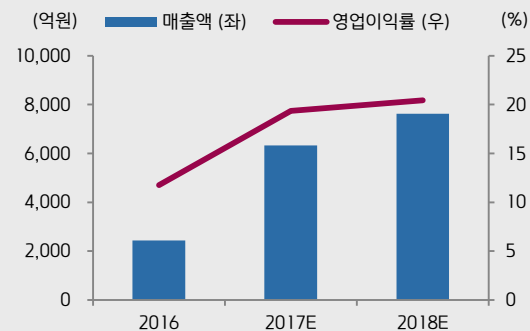
자료: Bloomberg, 키움증권 추정

분기 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 전자공시, 키움증권 추정

연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망

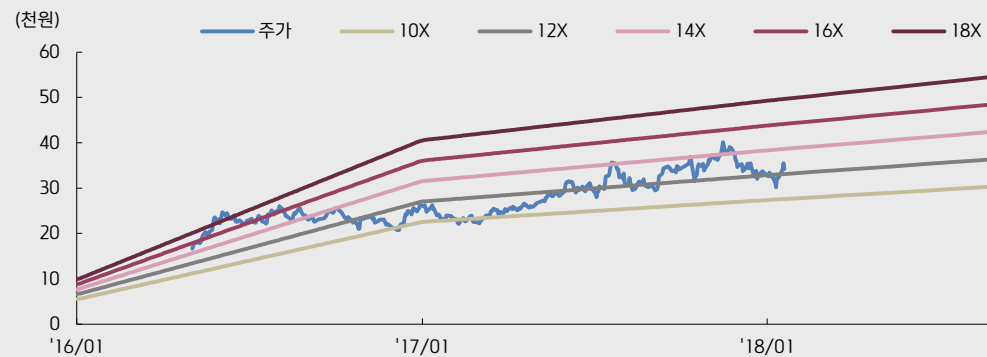


자료: 전자공시, 키움증권 추정



## 12M Fwd PER Band Chart

원익IPS 12M Fwd PER Band Chart



자료: FnGuide, 키움증권 추정

## 재무제표

표준회계기준 (단위: 억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2016	2017E	2018E	2019E
영업이익	2,441	6,333	7,627	9,000
매출액	1,510	3,855	4,527	5,342
매출원가	930	2,478	3,100	3,658
판매비와 일반관리비	643	1,253	1,542	1,820
영업이익(보고)	287	1,225	1,558	1,838
영업이익(핵심)	287	1,225	1,558	1,838
영업외손익	-8	3	-5	-8
이자수익	3	1	0	0
배당금수익	0	0	0	0
외환이익	7	3	6	6
이자비용	1	1	1	1
외환손실	7	10	11	12
관계기업지분법손익	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-3	-2	-6	-6
금융상품평가및기타금융이익	0	6	5	6
기타	-7	4	2	-1
법인세차감전이익	279	1,228	1,553	1,831
법인세비용	54	298	373	458
유효법인세율 (%)	19.3%	24.3%	24.0%	25.0%
당기순이익	225	930	1,180	1,373
지배주주지분순이익(억원)	225	930	1,180	1,373
EBITDA	399	1,394	1,730	2,017
현금순이익(Cash Earnings)	337	1,099	1,352	1,551
수정당기순이익	227	926	1,181	1,373
증감율(% YoY)				
매출액	N/A	159.5	20.4	18.0
영업이익(보고)	N/A	326.6	27.2	18.0
영업이익(핵심)	N/A	326.6	27.2	18.0
EBITDA	N/A	249.4	24.1	16.6
지배주주지분 당기순이익	N/A	312.8	26.9	16.4
EPS	N/A	312.8	26.9	16.4
수정순이익	N/A	307.2	27.5	16.3

현금흐름표 (단위: 억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	190	1,127	1,482	1,586
당기순이익	225	930	1,180	1,373
감가상각비	96	144	147	150
무형자산상각비	16	26	25	28
외환손익	-1	7	5	6
자산처분손익	3	2	6	6
지분법손익	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-231	20	68	-33
기타	83	0	50	56
투자활동 현금흐름	-150	-158	-196	-181
투자자산의 처분	-8	7	-11	-5
유형자산의 처분	0	0	0	0
유형자산의 취득	-126	-153	-168	-170
무형자산의 처분	-13	-12	-11	0
기타	-3	0	-6	-6
재무활동 현금흐름	77	10	-40	-86
당기차입금의 증가	80	0	0	0
당기차입금의 증가	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0
배당금지급	0	0	-83	-103
기타	-3	10	42	17
현금및 현금성자산의 순증가	117	979	1,246	1,319
기초 현금및 현금성자산	272	389	1,368	2,614
기말 현금및 현금성자산	389	1,368	2,614	3,933
Gross Cash Flow	421	1,107	1,414	1,619
Op Free Cash Flow	-26	952	1,245	1,354

재무상태표 (단위: 억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,589	2,684	3,928	5,338
현금및 현금성자산	389	1,368	2,614	3,933
유동금융자산	0	1	2	3
매출채권및 유동채권	395	423	442	483
재고자산	805	892	870	920
기타 유동금융자산	0	0	0	0
비유동자산	1,217	1,184	1,245	1,290
장기매출채권및 기타 비유동채권	33	24	41	48
투자자산	23	15	25	30
유형자산	1,048	1,042	1,063	1,083
무형자산	113	104	117	130
기타 비유동자산	0	-1	-1	-1
자산총계	2,807	3,868	5,173	6,628
유동부채	530	653	726	788
매입채무및 기타 유동채무	410	437	445	477
단기차입금	120	120	120	120
유동성장기차입금	0	0	0	0
기타 유동부채	0	95	161	190
비유동부채	88	100	151	172
장기매입채무및 비유동채무	10	12	21	24
사채및 장기차입금	0	0	0	0
기타 비유동부채	78	88	130	147
부채총계	617	753	877	960
자본금	206	206	206	206
주식발행초과금	1,753	1,753	1,753	1,753
이익잉여금	232	1,158	2,338	3,711
기타 자본	-2	-2	-2	-2
지배주주지분자본총계	2,189	3,115	4,295	5,668
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0
자본총계	2,189	3,115	4,295	5,668
순차입금	-270	-1,249	-2,496	-3,816
출자입금	120	120	120	120

투자지표 (단위: 원, 배, %)				
12월 결산, IFRS 연결	2016	2017E	2018E	2019E
주당 지표(원)				
EPS	546	2,252	2,859	3,327
BPS	5,304	7,548	10,407	13,733
주당 EBITDA	967	3,378	4,192	4,886
CFPS	817	2,662	3,276	3,758
DPS	0	200	250	300
주가배수(배)				
PER	48.0	14.8	11.7	10.0
PBR	4.9	4.4	3.2	2.4
EV/EBITDA	26.4	9.0	6.5	4.9
PCFR	32.1	12.5	10.2	8.9
수익성(%)				
영업이익률(보고)	11.8	19.3	20.4	20.4
영업이익률(핵심)	11.8	19.3	20.4	20.4
EBITDA margin	16.4	22.0	22.7	22.4
순이익률	9.2	14.7	15.5	15.3
자기자본이익률(ROE)	20.6	35.0	31.8	27.6
투자자본이익률(ROIC)	23.5	47.4	61.6	71.1
안정성(%)				
부채비율	28.2	24.2	20.4	16.9
순차입금배율	-12.3	-40.1	-58.1	-67.3
이자보상배율(배)	333.5	1,527.2	1,537.8	1,967.5
활동성(배)				
매출채권회전율	12.4	15.5	17.6	19.5
재고자산회전율	6.1	7.5	8.7	10.1
매입채무회전율	11.9	15.0	17.3	19.5



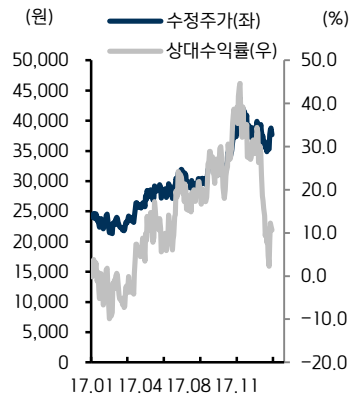
## 테스 (095610): 나무보다는 숲을 보자

BUY (Maintain)

Analyst 한동희

주가(1/19): 37,700원/TP: 45,000원

KOSDAQ(1/19)	879.99pt
시가총액	7,453억원
52주 주가동향	최고가 최저가
	43,700원 21,300원
최고/최저가 대비 등락율	-13.73% 77.00%
상대수익률	절대 상대
1M	-5.5% -17.7%
6M	18.0% -10.0%
12M	55.5% 10.6%
발행주식수	19,768천주
일평균거래량(3M)	223천주
외국인 지분율	28.89%
배당수익률(17.E)	1.05%
BPS(17.E)	9,946원



## ◎ 4Q17 영업이익 81억원 (-25% YoY) 예상

- 4Q17 매출액 592억원 (+4% YoY), 영업이익 81억원 (-25% YoY)으로 컨센서스 하회 예상
- 2017년 호실적에 따른 성과급 반영과 매출인식 기준 변경에 따른 일시적 볼륨 감소 예상

## ◎ 2018년 영업이익 844억원 (+28% YoY) 예상

- 2018년 매출액 3,399억원 (+24% YoY), 영업이익 845억원 (+28% YoY) 예상
- 4Q17부터 팅택 2층 투자사이클 시작, 2018년 팅택 2층, M14 2층 잔여, 청주 신규라인 투자 수혜 전망
- 고객사들의 투자사이클 2019년까지 이어질 것으로 예상되는 가운데 2018년 상고하저의 실적 예상
- 호실적으로 인한 성과급 이슈에 따른 4Q17 예상치 하회보다는 투자사이클의 지속에 집중할 것을 권고
- 현 주가는 2018E PER 11.2X 수준에 불과. 투자 의견 BUY와 목표주가 45,000원 유지

투자지표, IFRS연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	1,003	1,789	2,746	3,399	4,011
보고영업이익(억원)	95	364	661	845	997
핵심영업이익(억원)	95	364	661	845	997
EBITDA(억원)	132	408	701	892	1,052
세전이익(억원)	139	370	721	878	1,029
순이익(억원)	125	313	525	667	772
지분법반영순이익(억원)	126	313	526	668	773
EPS(원)	781	1,754	2,682	3,379	3,911
증감율(%YoY)	-18.1	124.5	52.9	26.0	15.8
PER(배)	13.0	15.3	14.2	11.2	9.6
PBR(배)	1.7	3.5	3.8	2.9	2.3
EV/EBITDA(배)	10.1	11.3	9.5	7.0	5.5
보고영업이익률(%)	9.4	20.3	24.1	24.8	24.8
핵심영업이익률(%)	9.4	20.3	24.1	24.8	24.8
ROE(%)	14.0	25.8	30.5	29.5	26.7
순부채비율(%)	-32.0	-38.8	-44.8	-48.7	-52.8



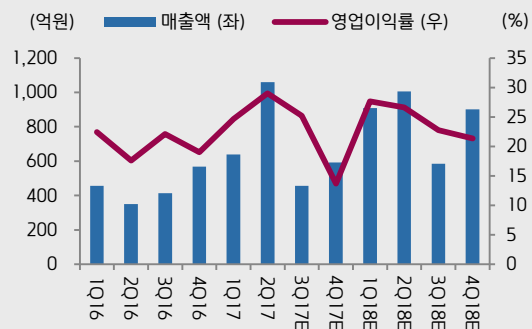
## 실적 추이 및 전망

분기 및 연간 실적 추이 및 전망

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	638	1,060	456	592	909	1,006	584	900	1,789	2,745	3,399
증감율 (% YoY)	40%	203%	10%	4%	42%	-5%	28%	52%	78%	53%	24%
증감율 (% QoQ)	12%	66%	-57%	30%	54%	11%	-42%	54%			
영업이익	158	308	115	81	252	268	133	192	364	661	845
증감율 (% YoY)	53%	400%	26%	-25%	60%	-13%	16%	137%	284%	82%	28%
증감율 (% QoQ)	46%	95%	-63%	-29%	210%	6%	-50%	45%			
지배순이익	158	215	88	65	198	209	109	153	313	526	669
영업이익률 (%)	25%	29%	25%	14%	28%	27%	23%	21%	20%	24%	25%
지배순이익률 (%)	25%	20%	19%	11%	22%	21%	19%	17%	18%	19%	20%

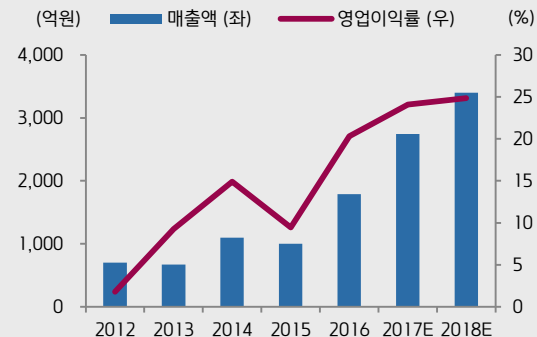
자료: 전자공시, 키움증권 추정

분기 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 전자공시, 키움증권 추정

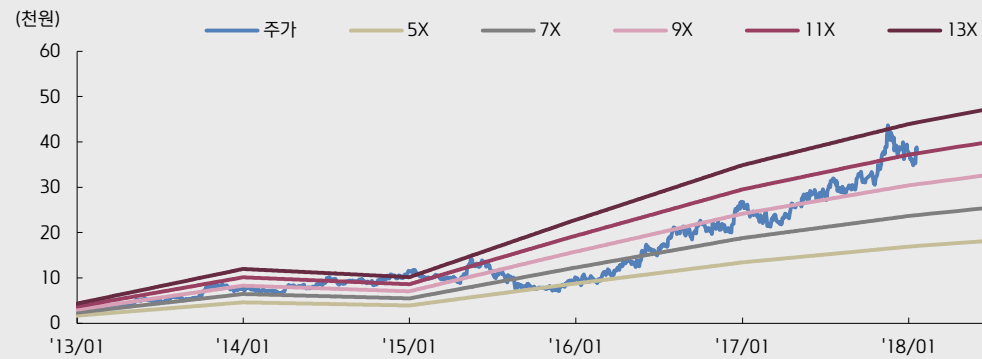
연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 전자공시, 키움증권 추정

## 12M Fwd PER Band Chart

테스 12M Fwd PER Band Chart



자료: FnGuide, 키움증권 추정

## 재무제표

포괄손익계산서 (단위: 억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	1,003	1,789	2,746	3,399	4,011
매출원가	795	1,308	1,889	2,310	2,726
매출총이익	208	481	857	1,090	1,286
판매비및일반관리비	114	117	196	245	289
영업이익(보고)	95	364	661	845	997
영업이익(핵심)	95	364	661	845	997
영업외손익	44	6	60	33	33
이자수익	8	4	5	2	3
배당금수익	0	1	1	1	1
외환이익	3	6	4	5	4
이자비용	6	2	1	1	1
외환손실	2	5	7	6	6
관계기업지분법손익	0	1	-9	0	0
투자및기타자산처분손익	36	5	25	19	17
금융상품평가및기타금융이익	3	1	41	11	14
기타	2	-3	1	2	2
법인세차감전이익	139	370	721	878	1,029
법인세비용	15	57	196	211	257
유효법인세율 (%)	10.5%	15.5%	27.2%	24.0%	25.0%
당기순이익	125	313	525	667	772
지배주주지분순이익(억원)	126	313	526	668	773
EBITDA	132	408	701	892	1,052
연금순이익(Cash Earnings)	162	357	565	714	827
수정당기순이익	91	307	443	639	744
증감율(% YoY)					
매출액	-8.5	78.3	53.5	23.8	18.0
영업이익(보고)	-42.0	283.7	81.8	27.8	18.0
영업이익(핵심)	-42.0	283.7	81.8	27.8	18.0
EBITDA	-35.8	208.1	71.8	27.3	17.9
지배주주지분 당기순이익	-14.8	149.4	67.9	27.1	15.8
EPS	-18.1	124.5	52.9	26.0	15.8
수정순이익	-38.2	239.2	44.1	44.4	16.5

현금흐름표 (단위: 억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	-30	225	501	602	727
당기순이익	125	313	525	667	772
평가상각비	23	27	25	33	41
무형자산상각비	14	17	14	14	14
외환손익	0	0	3	1	2
자산처분손익	3	2	-25	-19	-17
지분법손익	0	-1	9	0	0
영업활동자산부채 증감	-144	-212	-48	-92	-83
기타	-51	78	-2	-2	-3
투자활동현금흐름	-26	-222	-179	-181	-171
투자자산의 처분	32	-68	-53	-35	-16
유형자산의 처분	0	1	0	0	0
유형자산의 취득	-24	-110	-130	-142	-151
무형자산의 처분	-33	-44	-10	-12	-11
기타	-1	0	14	7	6
재무활동현금흐름	34	168	-41	-77	-96
당기차입금의 증가	110	-64	0	0	0
장기차입금의 증가	-90	-5	0	0	0
자본의 증가	16	250	0	0	0
배당금지급	-16	-22	-43	-78	-97
기타	15	9	1	1	2
현금및현금성자산의순증가	-22	171	281	344	459
기초 현금및현금성자산	134	112	283	564	908
기말 현금및현금성자산	112	283	564	908	1,368
Gross Cash Flow	114	436	550	694	810
Op Free Cash Flow	-79	-15	673	594	702

재무상태표 (단위: 억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	795	1,271	1,780	2,345	2,994
현금및현금성자산	112	283	564	908	1,368
유동금융자산	309	343	368	387	388
매출채권및유동채권	160	403	476	589	695
재고자산	215	242	372	460	543
기타유동금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	411	578	711	849	984
장기매출채권및기타비유동채권	6	7	10	13	15
투자자산	53	94	124	151	176
유형자산	223	335	440	549	658
무형자산	87	100	95	94	91
기타비유동자산	42	42	42	43	43
자산총계	1,206	1,848	2,491	3,194	3,978
유동부채	240	351	507	618	725
매입채무및기타유동채무	107	276	424	525	620
단기차입금	110	46	46	46	46
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	23	29	37	47	60
비유동부채	24	15	18	21	24
장기매입채무및비유동채무	9	3	5	7	8
사채및장기차입금	10	5	5	5	5
기타비유동부채	6	7	8	9	11
부채총계	265	367	526	639	749
자본금	51	97	99	99	99
주식발행초과금	333	545	545	545	545
이익잉여금	535	826	1,309	1,899	2,574
기타자본	21	13	13	13	13
지배주주지분자본총계	941	1,481	1,966	2,556	3,323
비지배주주지분자본총계	1	0	0	-1	-2
자본총계	942	1,482	1,966	2,555	3,322
순차입금	-301	-575	-881	-1,245	-1,705
출자입금	120	51	51	51	51

투자지표 (단위: 원, 배, %)					
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당 시표(원)					
EPS	781	1,754	2,682	3,379	3,911
BPS	5,850	7,634	9,946	12,930	16,348
주당 EBITDA	824	2,284	3,576	4,510	5,320
CFPS	1,009	1,998	2,882	3,611	4,182
DPS	210	220	400	500	550
주가배수(배)					
PER	13.0	15.3	14.2	11.2	9.6
PBR	1.7	3.5	3.8	2.9	2.3
EV/EBITDA	10.1	11.3	9.5	7.0	5.5
PCFR	10.0	13.4	13.3	10.4	9.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	9.4	20.3	24.1	24.8	24.8
영업이익률(핵심)	9.4	20.3	24.1	24.8	24.8
EBITDA margin	13.2	22.8	25.5	26.2	26.2
순이익률	12.4	17.5	19.1	19.6	19.2
자기자본이익률(ROE)	14.0	25.8	30.5	29.5	26.7
투자자본이익률(ROIC)	17.9	46.2	96.4	77.3	73.1
안정성(%)					
부채비율	28.1	24.8	26.7	25.0	23.2
순차입금비율	-32.0	-38.8	-44.8	-48.7	-52.8
이자보상배율(배)	15.6	146.0	807.1	769.0	934.5
활동성(배)					
매출채권회전율	7.3	6.4	6.2	6.4	6.2
재고자산회전율	5.7	7.8	9.0	8.2	8.0
매입채무회전율	8.5	9.3	7.8	7.2	7.0



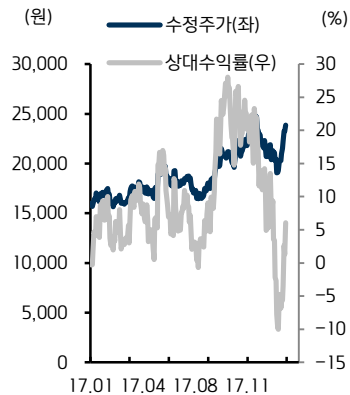
## 유진테크 (084370): DRAM 투자 증가가 반갑다

BUY (Maintain)

Analyst 한동희

주가(1/19): 23,850원/TP: 29,000원

KOSDAQ(1/19)	879.99pt
시가총액	5,465억원
52주 주가동향	최고가 최저가
	24,850원 15,650원
최고/최저가 대비 등락율	-4.02% 52.40%
상대수익률	절대 상대
1M	9.2% -5.0%
6M	27.9% -2.4%
12M	49.1% 6.1%
발행주식수	22,916천주
일평균거래량(3M)	241천주
외국인 지분율	25.16%
배당수익률(17.E)	1.09%
BPS(17.E)	10,254원



## ◎ 4Q17 영업이익 188억원 (+1,220% YoY) 예상

- 4Q17 매출액 563억원 (+230% YoY), 영업이익 188억원 (+1,220% YoY)으로 컨센서스 상회 예상
- 국내 고객사 3Q17 발주 지연분의 4Q17 반영으로 분기 사상최대 영업이익 예상

## ◎ 2018년 영업이익 562억원 (+71% YoY) 예상

- 2018년 매출액 2,255억원 (+72% YoY), 영업이익 562억원 (+71% YoY) 예상
- Aixtron의 연결실적 온기 반영 시작으로 고객사 내 포트폴리오 다변화 효과 기대
- 전년대비 고객사 DRAM 투자의 증가로 LPCVD의 수혜강도 증가 예상
- 또한 상반기 내 평가완료 예정인 72단 3D NAND 향 Mini-batch ALD 결과는 추가 모멘텀이 될 수 있을 것
- 기존 주력장비의 투자사이클 도래와 고객사, 장비 포트폴리오 다변화 시작되는 구간
- 현 주가는 2018E PER 11.5X 수준. 투자의견 BUY와 목표주가 29,000원 유지

투자지표, IFRS연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	947	1,411	1,310	2,255	2,774
보고영업이익(억원)	186	365	329	562	691
핵심영업이익(억원)	186	365	329	562	691
EBITDA(억원)	223	402	355	635	763
세전이익(억원)	209	405	384	610	734
순이익(억원)	201	320	287	464	551
지분법반영순이익(억원)	204	324	294	473	562
EPS(원)	892	1,412	1,282	2,065	2,452
증감율(%YoY)	31.6	58.3	-9.2	61.1	18.7
PER(배)	14.6	12.6	16.5	11.5	9.7
PBR(배)	1.6	1.9	2.1	1.9	1.6
EV/EBITDA(배)	6.9	5.8	10.2	5.9	4.2
보고영업이익률(%)	19.6	25.8	25.1	24.9	24.9
핵심영업이익률(%)	19.6	25.8	25.1	24.9	24.9
ROE(%)	11.3	16.2	12.8	17.9	17.8
순부채비율(%)	-75.3	-79.3	-46.1	-56.2	-64.4

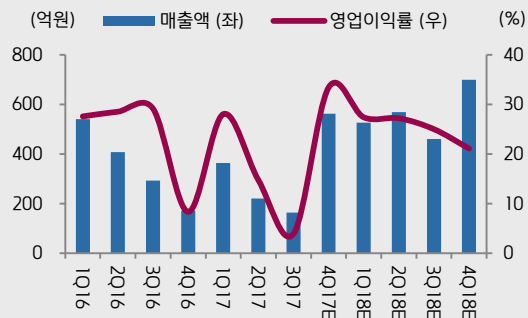
## 실적 추이 및 전망

분기 및 연간 실적 추이 및 전망

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	363	220	164	563	526	568	461	699	1,310	2,255	2,774
증감율 (% YoY)	-33%	-46%	-44%	230%	45%	158%	182%	24%	-7%	72%	23%
증감율 (% QoQ)	113%	-39%	-26%	244%	-7%	8%	-19%	52%			
영업이익	102	32	6	188	144	155	115	148	329	562	691
증감율 (% YoY)	-32%	-72%	-92%	1220%	42%	376%	1702%	-22%	-10%	71%	23%
증감율 (% QoQ)	615%	-68%	-80%	2841%	-23%	7%	-25%	28%			
지배순이익	89	49	6	150	120	130	98	124	289	473	559
영업이익률 (%)	28%	15%	4%	33%	27%	27%	25%	21%	25%	25%	25%
지배순이익률 (%)	25%	22%	3%	27%	23%	23%	21%	18%	22%	21%	20%

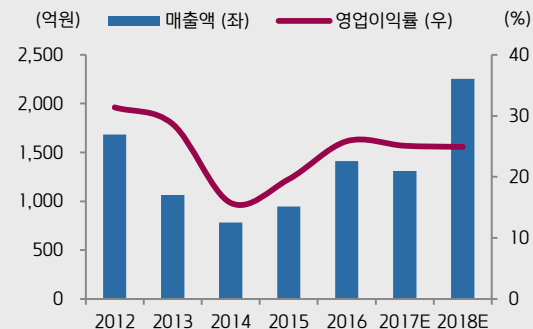
자료: 전자공시, 키움증권 추정

분기 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 전자공시, 키움증권 추정

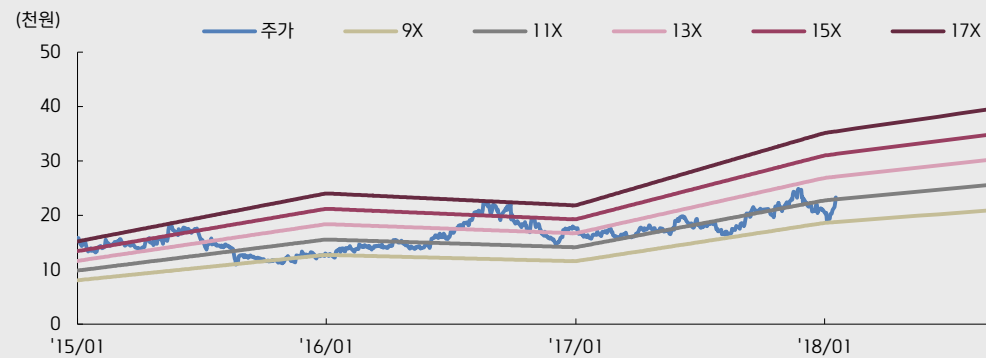
연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 전자공시, 키움증권 추정

## 12M Fwd PER Band Chart

유진테크 12M Fwd PER Band Chart



자료: FnGuide, 키움증권 추정



## 재무제표

포괄손익계산서 (단위: 억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	947	1,411	1,310	2,255	2,774
매출원가	503	746	598	971	1,194
매출총이익	444	665	712	1,284	1,580
판매비및일반관리비	258	300	384	723	889
영업이익(보고)	186	365	329	562	691
영업이익(핵심)	186	365	329	562	691
영업외손익	23	40	55	49	44
이자수익	22	19	15	6	5
매당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	4	4	4	4	4
이자비용	0	0	0	0	0
외환손실	4	4	10	8	10
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	0	3	3	3	3
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	0
기타	1	18	44	44	41
법인세차감전이익	209	405	384	610	734
법인세비용	8	85	97	147	184
유효법인세율 (%)	3.7%	21.0%	25.3%	24.0%	25.0%
당기순이익	201	320	287	464	551
지배주주지분순이익(억원)	204	324	294	473	562
EBITDA	223	402	355	635	763
연금순이익(Cash Earnings)	238	357	313	538	623
수정당기순이익	201	317	284	461	548
증감율(% YoY)					
매출액	20.8	49.0	-7.1	72.1	23.0
영업이익(보고)	50.6	96.3	-9.8	70.8	23.0
영업이익(핵심)	50.6	96.3	-9.8	70.8	23.0
EBITDA	56.1	80.6	-11.6	78.8	20.1
지배주주지분 당기순이익	31.6	58.3	-9.2	61.1	18.7
EPS	31.6	58.3	-9.2	61.1	18.7
수정순이익	34.4	58.0	-10.5	62.1	18.8

현금흐름표 (단위: 억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	356	436	303	604	716
당기순이익	201	320	287	464	551
평가상각비	19	22	23	70	69
무형자산상각비	18	15	4	4	4
외환손익	0	0	6	4	6
자산처분손익	0	0	-3	-3	-3
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	64	-70	-6	6	19
기타	53	149	-8	59	72
투자활동현금흐름	-153	-320	-731	-219	-64
투자자산의 처분	-70	-225	54	-160	-6
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
유형자산의 취득	-29	-24	-775	-46	-46
무형자산의 처분	-53	-66	-10	-12	-11
기타	-1	-6	0	0	0
재무활동현금흐름	-97	-42	-35	-32	-45
당기차입금의 증가	-3	0	0	0	0
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	5	0	0	0	0
배당금지급	-32	-43	-51	-51	-67
기타	-66	2	17	19	22
현금및현금성자산의순증가	106	74	-463	352	607
기초 현금및현금성자산	321	427	501	38	390
기말 현금및현금성자산	427	501	38	390	998
Gross Cash Flow	292	506	309	598	698
Op Free Cash Flow	198	165	-500	555	698

재무상태표 (단위: 억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,496	1,816	1,244	1,751	2,349
현금및현금성자산	427	501	38	390	998
유동금융자산	959	1,177	1,048	1,194	1,174
매출채권및유동채권	30	78	92	97	103
재고자산	81	60	66	69	74
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	520	580	1,438	1,431	1,441
장기매출채권및기타비유동채권	8	8	23	27	33
투자자산	24	32	112	129	159
유형자산	368	370	1,121	1,097	1,075
무형자산	104	145	158	154	150
기타비유동자산	16	24	24	24	24
자산총계	2,016	2,397	2,681	3,182	3,790
유동부채	156	252	265	279	309
매입채무및기타유동채무	116	107	113	119	127
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	40	145	152	160	182
비유동부채	21	28	60	82	110
장기매입채무및비유동채무	4	6	21	24	30
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	17	22	39	58	80
부채총계	177	279	325	361	419
자본금	112	115	115	115	115
주식발행초과금	3	0	0	0	0
이익잉여금	1,761	2,042	2,282	2,755	3,317
기타자본	-49	-48	-47	-47	-47
지배주주지분자본총계	1,826	2,109	2,350	2,823	3,385
비지배주주지분자본총계	13	8	7	-3	-14
자본총계	1,839	2,117	2,357	2,821	3,371
순차입금	-1,385	-1,678	-1,086	-1,585	-2,172
출자입금	0	0	0	0	0

투자지표 (단위: 원, 배, %)					
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당 시표(원)					
EPS	892	1,412	1,282	2,065	2,452
BPS	7,970	9,203	10,254	12,320	14,772
주당 EBITDA	971	1,754	1,550	2,773	3,330
CFPS	1,038	1,558	1,367	2,346	2,718
DPS	200	230	230	300	300
주가배수(배)					
PER	14.6	12.6	16.5	11.5	9.7
PBR	1.6	1.9	2.1	1.9	1.6
EV/EBITDA	6.9	5.8	10.2	5.9	4.2
PCFR	12.5	11.4	15.4	10.2	8.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	19.6	25.8	25.1	24.9	24.9
영업이익률(핵심)	19.6	25.8	25.1	24.9	24.9
EBITDA margin	23.5	28.5	27.1	28.2	27.5
순이익률	21.2	22.7	21.9	20.6	19.9
자기자본이익률(ROE)	11.3	16.2	12.8	17.9	17.8
투자자본이익률(ROIC)	38.6	69.2	33.6	46.2	59.6
안정성(%)					
부채비율	9.6	13.2	13.8	12.8	12.4
순차입금비율	-75.3	-79.3	-46.1	-56.2	-64.4
이자보상배율(배)	32.751.3	N/A	N/A	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	11.4	26.3	15.4	23.9	27.7
재고자산회전율	12.7	19.9	20.8	33.4	38.7
매입채무회전율	8.6	12.7	11.9	19.5	22.6

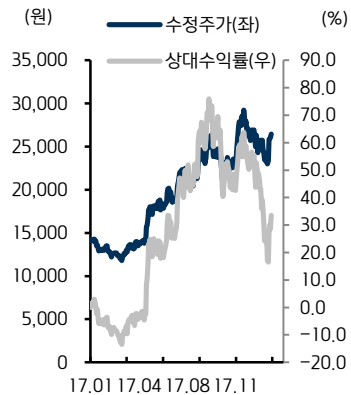
## 피에스케이 (031980): 2018년 재평가를 촉구하며

BUY (Maintain)

Analyst 한동희

주가(1/19): 26,450원/TP: 36,000원

KOSDAQ(1/19)	879.99pt
시가총액	5,378억원
52주 주가동향	최고가 최저가
	29,250원 11,800원
최고/최저가 대비 등락율	-9.57% 124.15%
상대수익률	절대 상대
	1M 0.4% -12.6%
	6M 19.7% -8.7%
	12M 87.6% 33.5%
발행주식수	20,332천주
일평균거래량(3M)	288천주
외국인 지분율	28.01%
배당수익률(17.E)	1.17%
BPS(17.E)	11,532원



## ◎ 4Q17 영업이익 66억원 (+11% YoY) 예상

- 4Q17 매출액 579억원 (+30% YoY), 영업이익 66억원 (+11% YoY)으로 컨센서스 소폭 하회 예상
- 피에스케이는 전통적으로 4Q에 성과급 일시 반영. 호실적에 따른 영업이익 보수적 관점으로 추정
- 세전이익 57억원 예상. 분기 말 원/달러 환율 7% 하락에 따른 20억원 수준의 외화관련 손실 추정

## ◎ 2018년 영업이익 862억원 (+44% YoY) 예상

- 2018년 매출액 3,331억원 (+24% YoY), 영업이익 862억원 (+44% YoY) 예상
- 국내외 메모리 투자 뿐 아니라 비메모리, WLP 등 Pkg. 투자 모두 수혜라는 점은 타 업체대비 큰 강점
- 국내 반도체 전공정 업체 중 고객사, 전방 제품 다변화 가장 잘 되어있는 업체
- 현 주가는 18E PER 8.7X에 불과. 실적 고성장과 다변화된 포트폴리오는 주가 재평가 요소가 될 전망
- 투자의견 BUY, 목표주가 36,000원 유지

투자지표, IFRS연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	1,384	1,631	2,682	3,331	3,864
보고영업이익(억원)	167	253	599	862	1,000
핵심영업이익(억원)	167	253	599	862	1,000
EBITDA(억원)	203	303	655	918	1,056
세전이익(억원)	178	271	555	822	968
순이익(억원)	136	196	412	617	726
지분법반영순이익(억원)	136	196	412	617	726
EPS(원)	670	966	2,026	3,033	3,572
증감율(%YoY)	26.1	44.2	109.8	49.7	17.8
PER(배)	13.7	14.0	12.7	8.7	7.4
PBR(배)	1.0	1.4	2.2	1.8	1.5
EV/EBITDA(배)	5.0	5.3	5.8	3.6	2.5
보고영업이익률(%)	12.1	15.5	22.3	25.9	25.9
핵심영업이익률(%)	12.1	15.5	22.3	25.9	25.9
ROE(%)	7.7	10.3	19.0	23.2	21.8
순부채비율(%)	-46.5	-58.3	-61.7	-70.3	-74.6



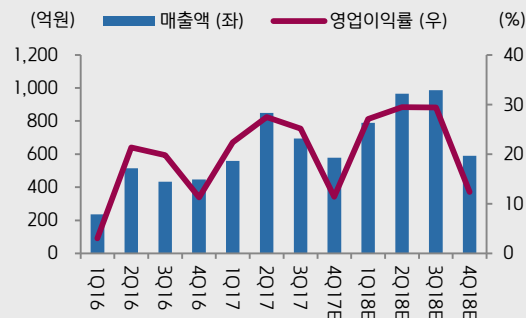
## 실적 추이 및 전망

분기 및 연간 실적 추이 및 전망

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	560	849	694	579	790	965	986	590	1,631	2,682	3,331
증감율 (% YoY)	138%	65%	60%	30%	41%	14%	42%	2%	18%	64%	24%
증감율 (% QoQ)	25%	52%	-18%	-17%	36%	22%	2%	-40%			
영업이익	125	233	174	66	214	285	290	73	253	599	862
증감율 (% YoY)	1677%	112%	103%	31%	71%	22%	66%	11%	52%	137%	44%
증감율 (% QoQ)	149%	86%	-25%	-62%	224%	33%	2%	-75%			
지배순이익	86	141	143	44	153	207	211	48	196	414	619
영업이익률 (%)	22%	27%	25%	11%	27%	30%	29%	12%	16%	22%	26%
지배순이익률 (%)	15%	17%	21%	8%	19%	21%	21%	8%	12%	15%	19%

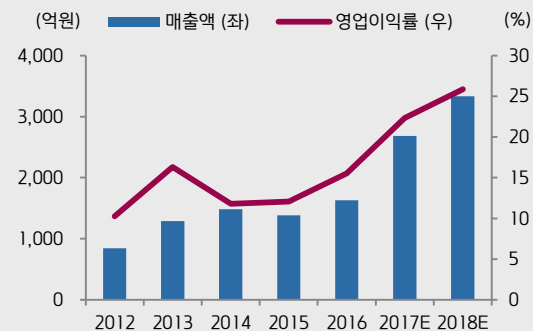
자료: Bloomberg, 키움증권 추정

분기 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 전자공시, 키움증권 추정

연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망

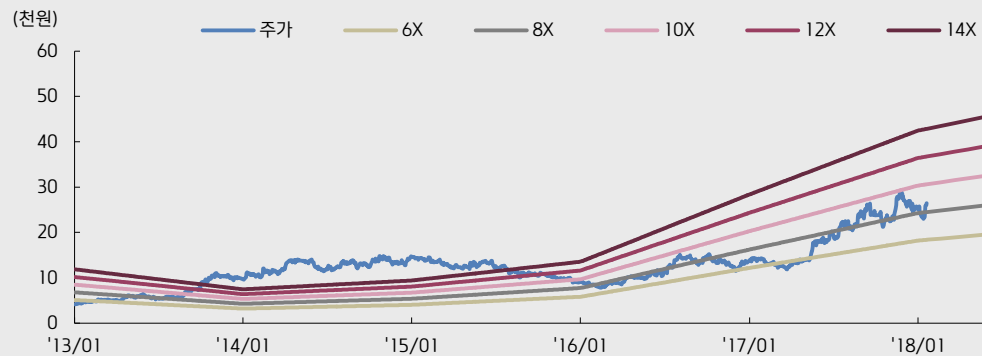


자료: 전자공시, 키움증권 추정



## 12M Fwd PER Band Chart

피에스케이 12M Fwd PER Band Chart



자료: FnGuide, 키움증권 추정

## 재무제표

포괄손익계산서 (단위: 억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	1,384	1,631	2,682	3,331	3,864
매출원가	800	910	1,483	1,735	2,012
매출총이익	583	721	1,199	1,596	1,852
판매비와 일반관리비	417	467	600	734	852
영업이익(보고)	167	253	599	862	1,000
영업이익(핵심)	167	253	599	862	1,000
영업외손익	11	18	-44	-40	-31
이자수익	14	10	14	15	17
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	15	42	29	39	38
이자비용	0	0	0	0	0
외환손실	5	23	58	45	47
관계기업지분법손익	-5	-10	-1	-3	-3
투자및기타자산차분손익	6	31	3	-61	-50
금융상품평가및기타금융이익	-6	-3	4	-2	-2
기타	-8	-29	-36	17	16
법인세차감전이익	178	271	555	822	968
법인세비용	42	75	143	206	242
유효법인세율 (%)	23.6%	27.7%	25.8%	25.0%	25.0%
당기순이익	136	196	412	617	726
지배주주지분순이익(억원)	136	196	412	617	726
EBITDA	203	303	655	918	1,056
연금순이익(Cash Earnings)	172	246	468	673	783
수정당기순이익	136	177	406	664	766
증감율(% YoY)					
매출액	-6.9	17.9	64.5	24.2	16.0
영업이익(보고)	-4.7	51.8	136.6	43.9	16.0
영업이익(핵심)	-4.7	51.8	136.6	43.9	16.0
EBITDA	0.7	49.2	116.1	40.2	15.0
지배주주지분 당기순이익	26.3	44.2	109.8	49.7	17.8
EPS	26.1	44.2	109.8	49.7	17.8
수정순이익	21.4	29.6	129.8	63.6	15.3

현금흐름표 (단위: 억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	174	375	400	817	864
당기순이익	136	196	412	617	726
평가상각비	23	34	38	39	41
무형자산상각비	13	16	18	17	15
외환손익	-3	-17	29	6	9
자산차분손익	20	44	-3	61	50
지분법손익	5	2	1	3	3
영업활동자산부채 증감	-52	7	-122	7	-54
기타	32	92	27	67	72
투자활동현금흐름	-84	-161	201	-133	-208
투자자산의 처분	11	-151	245	-11	-95
유형자산의 처분	0	40	0	0	0
유형자산의 취득	-70	-22	-46	-52	-52
무형자산의 처분	-12	-23	-10	-12	-11
기타	-13	-4	11	-58	-49
재무활동현금흐름	-41	-41	-69	-57	-58
당기차입금의 증가	0	0	0	0	0
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-41	-41	-51	-61	-71
기타	0	0	-18	4	13
현금및현금성자산의순증가	52	174	532	626	598
기초 현금및현금성자산	239	291	465	997	1,624
기말 현금및현금성자산	291	465	997	1,624	2,222
Gross Cash Flow	226	368	522	810	918
Op Free Cash Flow	29	195	335	653	704

재무상태표 (단위: 억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,291	1,620	2,140	2,788	3,573
현금및현금성자산	291	465	997	1,624	2,222
유동금융자산	559	694	448	457	530
매출채권및유동채권	178	151	290	296	343
재고자산	263	310	396	403	468
기타유동비금융자산	0	0	8	8	10
비유동자산	775	734	658	651	667
장기매출채권및기타비유동채권	22	23	18	19	22
투자자산	121	137	136	135	155
유형자산	292	258	268	280	291
무형자산	327	304	232	215	199
기타비유동자산	14	13	4	2	1
자산총계	2,066	2,355	2,798	3,439	4,240
유동부채	128	262	369	389	451
매입채무및기타유동채무	115	207	187	203	236
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	13	55	182	185	215
비유동부채	109	103	85	89	101
장기매입채무및비유동채무	1	1	1	1	2
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	108	102	83	87	100
부채총계	237	365	454	477	552
자본금	102	102	102	102	102
주식발행초과금	267	267	267	267	267
이익잉여금	1,373	1,530	1,891	2,508	3,234
기타자본	87	91	85	85	85
지배주주지분자본총계	1,828	1,989	2,345	2,961	3,687
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	1,828	1,989	2,345	2,961	3,687
순차입금	-850	-1,159	-1,446	-2,081	-2,752
출자입금	0	0	0	0	0

투자지표 (단위: 원, 배, %)					
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당 지표(원)					
EPS	670	966	2,026	3,033	3,572
BPS	8,992	9,783	11,532	14,565	18,137
주당 EBITDA	999	1,491	3,222	4,516	5,195
CFPS	848	1,211	2,301	3,310	3,850
DPS	200	250	300	350	400
주가배수(배)					
PER	13.7	14.0	12.7	8.7	7.4
PBR	1.0	1.4	2.2	1.8	1.5
EV/EBITDA	5.0	5.3	5.8	3.6	2.5
PCFR	10.8	11.2	11.2	8.0	6.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	12.1	15.5	22.3	25.9	25.9
영업이익률(핵심)	12.1	15.5	22.3	25.9	25.9
EBITDA margin	14.7	18.6	24.4	27.6	27.3
순이익률	9.8	12.0	15.4	18.5	18.8
자기자본이익률(ROE)	7.7	10.3	19.0	23.2	21.8
투자자본이익률(ROIC)	16.2	24.5	62.1	83.1	94.7
안정성(%)					
부채비율	13.0	18.4	19.3	16.1	15.0
순차입금비율	-46.5	-58.3	-61.7	-70.3	-74.6
이자보상배율(배)	1.879.7	N/A	N/A	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	6.0	9.9	12.2	11.4	12.1
재고자산회전율	6.1	5.7	7.6	8.3	8.9
매입채무회전율	11.3	10.1	13.6	17.1	17.6



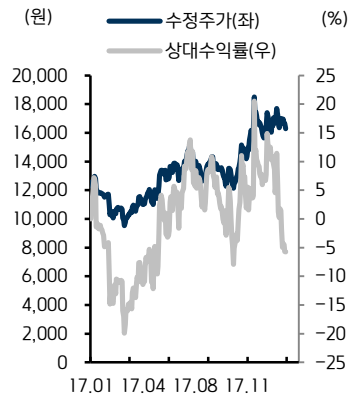
## 싸이맥스 (160980): 이송장비 없이 웨이퍼는 움직이지 못해

BUY (Maintain)

Analyst 한동희

주가(1/19): 16,300원/TP: 21,000원

KOSDAQ(1/19)	879.99pt
시가총액	1,724억원
52주 주가동향	최고가 18,500원 최저가 9,531원
최고/최저가 대비 등락율	-11.89% 71.02%
상대수익률	절대 상대
1M	-3.0% -15.5%
6M	10.6% -15.6%
12M	32.4% -5.8%
발행주식수	10,576천주
일평균거래량(3M)	115천주
외국인 지분율	6.02%
배당수익률(17.E)	1.17%
BPS(17.E)	7,465원



## ◎ 4Q17 영업이익 55억원 (+19% YoY) 예상

- 4Q17 매출액 380억원 (+3% YoY), 영업이익 55억원 (+19% YoY)으로 컨센서스 상회 예상
- 삼성전자 평택 2층 투자와 SK하이닉스 M14 2층 잔여분 투자사이클 도래 수혜

## ◎ 2018년 영업이익 303억원 (+27% YoY) 예상

- 2018년 매출액 2,170억원 (+34% YoY), 영업이익 303억원 (+27% YoY) 예상
- 반도체 전공정 장비업체 대비 투자사이클 2~3개월 선행한다는 점을 감안하면 2Q18 실적 저점 예상
- 이후 청주 신규라인, 시안 2차, 우시 2차 신규라인 투자사이클 도래로 상회하고의 실적 패턴 전망
- 또한 메모리 뿐 아니라 Pkg. 투자 수혜도 받는다는 점에 주목
- 세메스, 원익IPS, 테스, ASMK 등 주요 장비업체들을 통한 최종 고객사 다변화 가능성도 열려있다고 판단
- 현 주가는 2018E 7.6X 수준으로 저평가. 투자 의견 BUY, 목표주가 21,000원 유지

투자지표, IFRS연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	554	732	1,617	2,170	2,517
보고영업이익(억원)	40	74	239	303	352
핵심영업이익(억원)	40	74	239	303	352
EBITDA(억원)	47	85	257	322	372
세전이익(억원)	16	79	235	299	345
순이익(억원)	16	63	184	227	259
지분법반영순이익(억원)	16	63	184	227	259
EPS(원)	225	782	2,146	2,147	2,446
증감율(%YoY)	-79.1	248.2	174.3	0.0	13.9
PER(배)	29.1	14.3	7.9	7.6	6.7
PBR(배)	1.0	1.6	2.3	1.7	1.4
EV/EBITDA(배)	8.2	11.3	6.8	4.8	3.6
보고영업이익률(%)	7.2	10.1	14.8	14.0	14.0
핵심영업이익률(%)	7.2	10.1	14.8	14.0	14.0
ROE(%)	4.1	11.9	26.9	24.4	22.0
순부채비율(%)	-34.3	-1.0	-5.3	-18.3	-29.3



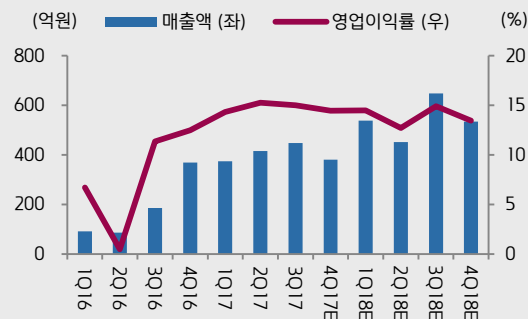
## 실적 추이 및 전망

분기 및 연간 실적 추이 및 전망

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	374	416	447	380	538	451	647	533	732	1,617	2,170
증감율 (% YoY)	310%	382%	141%	3%	44%	8%	45%	40%	32%	121%	34%
증감율 (% QoQ)	1%	11%	7%	-15%	42%	-16%	43%	-18%			
영업이익	54	63	67	55	78	57	96	72	74	239	303
증감율 (% YoY)	775%	14994%	218%	19%	45%	-10%	44%	31%	85%	225%	27%
증감율 (% QoQ)	17%	18%	6%	-18%	42%	-26%	68%	-26%			
지배순이익	43	51	51	39	59	43	73	54	63	184	229
영업이익률 (%)	14%	15%	15%	14%	14%	13%	15%	13%	10%	15%	14%
지배순이익률 (%)	11%	12%	11%	10%	11%	10%	11%	10%	9%	11%	11%

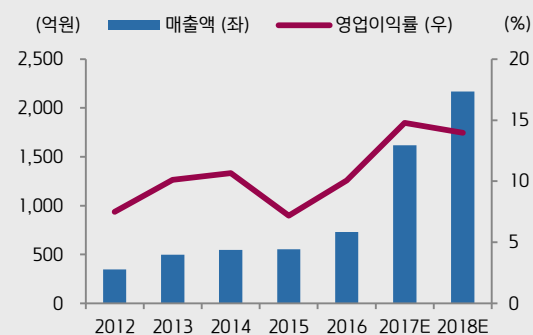
자료: Bloomberg, 키움증권 추정

분기 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 전자공시, 키움증권 추정

연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 전자공시, 키움증권 추정

## 재무제표

포괄손익계산서 (단위: 억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	554	732	1,617	2,170	2,517
매출원가	464	600	1,296	1,762	2,044
매출총이익	90	131	321	408	473
판매비및일반관리비	50	58	82	104	121
영업이익(보고)	40	74	239	303	352
영업이익(핵심)	40	74	239	303	352
영업외손익	-24	6	-4	-4	-7
이자수익	4	9	4	2	2
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	2	3	1	0	0
이자비용	1	3	3	1	2
외환손실	1	2	8	5	6
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	0	0	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	-1	3	3	3
기타	-27	0	-2	-3	-4
법인세차감전이익	16	79	235	299	345
법인세비용	0	16	51	72	86
당기법인세율 (%)	2.6%	20.0%	21.7%	24.0%	25.0%
당기순이익	16	63	184	227	259
지배주주지분순이익(억원)	16	63	184	227	259
EBITDA	47	85	257	322	372
연금순이익(Cash Earnings)	23	75	203	246	279
수정당기순이익	16	64	181	224	256
증감율(% YoY)					
매출액	1.3	32.0	121.0	34.2	16.0
영업이익(보고)	-31.7	84.8	224.6	26.9	16.0
영업이익(핵심)	-31.7	84.8	224.6	26.9	16.0
EBITDA	-28.6	80.4	202.8	25.2	15.3
지배주주지분 당기순이익	-73.8	304.0	190.1	23.3	13.9
EPS	-79.1	248.2	174.3	0.0	13.9
수정순이익	-73.8	310.9	181.3	23.6	14.2

현금흐름표 (단위: 억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	100	-9	269	301	312
당기순이익	16	63	184	227	259
감가상각비	3	7	14	15	16
무형자산상각비	5	4	4	4	3
외환손익	0	-1	7	5	6
자산처분손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	76	-112	11	22	-1
기타	1	29	48	28	-28
투자활동현금흐름	-491	1	-133	-171	-122
투자자산의 처분	-322	148	-66	-106	-59
유형자산의 처분	0	1	0	0	0
유형자산의 취득	-169	-148	-57	-52	-52
무형자산의 처분	0	0	-10	-12	-11
기타	0	0	0	0	0
재무활동현금흐름	361	14	10	-18	-20
당기차입금의 증가	25	-15	24	0	0
단기차입금의 증가	103	47	0	0	0
자본의 증가	262	1	0	0	0
배당금지급	0	-10	-13	-21	-23
기타	-28	-9	-1	2	3
현금및현금성자산의순증가	-29	6	146	112	170
기초 현금및현금성자산	57	28	34	180	293
기말 현금및현금성자산	28	34	180	293	463
Gross Cash Flow	24	103	258	279	313
Op Free Cash Flow	-47	-190	183	270	299

재무상태표 (단위: 억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	429	498	634	796	1,001
현금및현금성자산	28	34	180	293	463
유동금융자산	275	131	88	123	143
매출채권및유동채권	74	201	214	220	228
재고자산	52	131	153	160	168
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	283	408	643	747	819
장기매출채권및기타비유동채권	7	0	1	1	2
투자자산	82	82	202	273	312
유형자산	176	313	394	430	466
무형자산	12	8	41	37	34
기타비유동자산	5	5	5	5	5
자산총계	712	906	1,277	1,543	1,820
유동부채	91	191	405	438	452
매입채무및기타유동채무	59	161	166	179	180
단기차입금	25	10	34	34	34
유동장기차입금	0	0	150	150	150
기타유동부채	7	20	54	75	88
비유동부채	109	161	56	61	65
장기매입채무및비유동채무	0	0	6	9	10
사채및장기차입금	103	150	40	40	40
기타비유동부채	6	11	10	12	15
부채총계	200	352	460	499	518
자본총계	27	27	27	27	27
주식발행초과금	270	271	271	271	271
이익잉여금	244	299	464	691	950
기타자본	-29	-43	27	27	27
지배주주지분자본총계	512	554	790	1,017	1,275
비지배주주지분자본총계	0	0	27	27	27
자본총계	512	554	817	1,044	1,303
순차입금	-175	-5	-43	-191	-381
총차입금	128	160	225	225	225

투자지표 (단위: 원, 배, %)					
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당 지표(원)					
EPS	225	782	2,146	2,147	2,446
BPS	6,318	6,805	7,465	9,612	12,058
주당 EBITDA	674	1,047	3,000	3,048	3,514
CFPS	329	923	2,362	2,328	2,634
DPS	200	250	200	220	250
주가배수(배)					
PER	29.1	14.3	7.9	7.6	6.7
PBR	1.0	1.6	2.3	1.7	1.4
EV/EBITDA	8.2	11.3	6.8	4.8	3.6
PCFR	19.9	12.1	7.2	7.0	6.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	7.2	10.1	14.8	14.0	14.0
영업이익률(핵심)	7.2	10.1	14.8	14.0	14.0
EBITDA margin	8.5	11.6	15.9	14.9	14.8
순이익률	2.8	8.7	11.4	10.5	10.3
자기자본이익률(ROE)	4.1	11.9	26.9	24.4	22.0
투자자본이익률(ROIC)	17.9	16.2	42.5	51.6	58.1
안정성(%)					
부채비율	39.0	63.5	56.4	47.8	39.7
순차입금비율	-34.3	-1.0	-5.3	-18.3	-29.3
이자보상배율(배)	34.8	22.0	88.1	203.6	143.5
활동성(배)					
매출채권회전율	3.9	5.3	7.8	10.0	11.2
재고자산회전율	10.4	8.0	11.4	13.9	15.4
매입채무회전율	6.5	6.7	9.9	12.6	14.0



# 투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

- > 당사는 1월 19일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- > 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- > 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- > 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## ◎ 투자의견 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 추가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 추가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 추가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 추가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 추가 하락 예상		



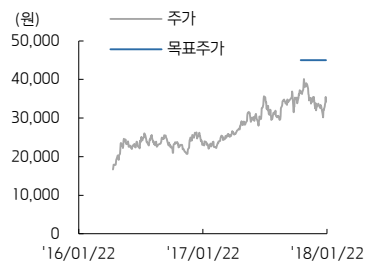
## 투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 추가대비	최고 추가대비
원익IPS (240810)	2017/11/06	BUY(Initiate)	45,000원	6개월	-22.47	-10.78
	2018/01/22	BUY(Maintain)	45,000원	6개월		
테스 (095610)	2017/10/24	BUY(Initiate)	45,000원	6개월	-22.09	-17.22
	2017/11/06	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-15.46	-2.89
	2018/01/22	BUY(Maintain)	45,000원	6개월		
유진테크 (084370)	2017/11/06	BUY(Maintain)	29,000원	6개월	-22.78	-20.86
	2017/11/15	BUY(Maintain)	29,000원	6개월	-24.29	-14.31
	2018/01/22	BUY(Maintain)	29,000원	6개월		

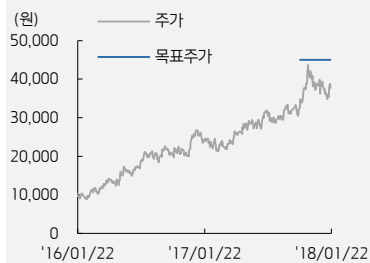
종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 추가대비	최고 추가대비
피에스케이 (031980)	2017/11/15	BUY(Initiate)	36,000원	6개월	-27.64	-18.75
	2018/01/22	BUY(Maintain)	36,000원	6개월		
싸이맥스 (160980)	2017/11/06	BUY(Initiate)	21,000원	6개월	-21.62	-11.90
	2018/01/22	BUY(Maintain)	21,000원	6개월		

## 투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

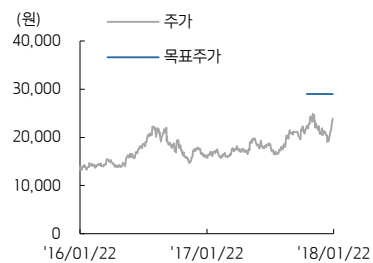
원익IPS(240810)



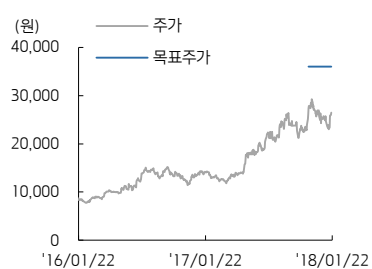
테스(095610)



유진테크(084370)



피에스케이(031980)



싸이맥스(160980)

